

piątek, 30 sierpnia 2019 | opracowanie cykliczne

Spółki handlowe: sierpień 2019

Handel, Polska

Opracowanie: Piotr Bogusz +48 22 438 24 08

Spółki odzieżowe i obuwnicze (pozycjonowanie sektora: przeważają)

- Miesięczne wyniki sprzedażowe:** Na rezultaty w sierpniu wpływają wyprzedaże oraz akcje promocyjne „back to school”. Najważniejszym miesiącem pod względem wyniku w 3Q jest wrzesień, w którym realizowana jest sprzedaż po najwyższej marży.
- Kurs CCC istotnie spadł w ostatnim miesiącu dyskontując niskie oczekiwania dotyczące wyników spółki za 2Q'19. Zgodnie ze opublikowanymi wstępnymi szacunkami, EBIT był istotnie powyżej oczekiwań oraz najwyższej prognozy.** Po początkowej pozytywnej reakcji kursu akcji, inwestorzy skupili swoją uwagę na dynamice kosztów SG&A, które wzrosły o 188,7 mln PLN R/R w 2Q'19 (+60 mln PLN koszty organiczne, +117 mln PLN M&A oraz 11,7 mln PLN pozostałe koszty). Wzrost kosztów organicznych o 60 mln PLN R/R wydawałby się niski w obliczu wzrostu kosztów marketingu w e-commerce o 34 mln PLN R/R (przejściowe podwyższenie kosztów). **Naszym zdaniem koszty marketingu nie zostały ujęte w kosztach organicznych, a znajdują się w pozostałej kwocie kosztów (zgodnie z metodologią użytą w prezentacji za 1Q'19).** Takie podejście oznaczałoby istotne (przynajmniej 24 mln PLN) oszczędności kosztowe wpływające na kategorię pozostałe koszty. Potencjalne istotne poprawienie dyscypliny kosztowej w 2Q'19 mogłoby wpłynąć na rewizję szacunków dla spółki oraz poprawę sentymentu wobec waloru. Dodatkowe informacje dotyczące rozbitcia kosztów zostaną opublikowane w raporcie za 2Q'19 (3 września 2019). Poprawę sprzedaży w okresie wrzesień-październik (najważniejsze sezonowo miesiące) powinien wspierać efekt bazy.
- VRG (kupuj): pozytywnie oceniamy wyniki za 2Q'19 opublikowane przez VRG.** Rezultaty spółki w 2Q'19 były nieznacznie powyżej oczekiwań rynkowych (+2,7% na poziomie EBITDA), a wynik EBITDA został poprawiony o 48% r/r do 34,8 mln PLN w 2Q'19 (oczyszczone o MSSF 16). Wysoka poprawa rezultatów wynika z poprawy marży brutto na sprzedaży oraz dobrej dyscypliny kosztowej. Sprzedaż porównywalna została poprawiona w segmencie jubilerskim, a segment odzieżowy odnotował spadek sprzedaży/mkw. w markach Vistula i Bytom (tendencja powinna zostać odwrócona w 2H'19). **Biorąc pod uwagę efekty synergii oraz rosnące ceny złota i srebra, uważamy cel poprawy marży brutto na sprzedaży o 1 p.p. r/r w 2019 roku (cel zarządu) za konserwatywny.** W sierpniu oczekujemy utrzymania wysokiej dynamiki sprzedaży wspieranej przez prowadzone wyprzedaże oraz potencjalnego przejściowego spadku marży brutto na sprzedaży R/R.
- LPP (akumuluj) opublikowało wyniki za 2Q'19, raportując nieznaczną poprawę EBIT r/r pomimo efektu wysokiej bazy.** Kurs LPP był pod presją w ostatnim miesiącu, co można częściowo połączyć ze wzrostem kursu USDPLN. Niemniej zwracamy uwagę, że większość płatności na kolekcję jesień-zima'20 spółka dokonała na przełomie czerwca/lipca. Biorąc pod uwagę efekt bazy, dalszą poprawę sprzedaży porównywalnej oraz potencjalny wzrost marży brutto na sprzedaży oczekujemy istotnego wzrostu wyniku spółki w 2H'19.
- Kurs **Monnari (równoważ)** dyskontuje obecnie słabe wyniki spółki za 2Q'19. Dynamika sprzedaży w lipcu była wysoka i wyróżniała się na tle poprzednich miesięcy, jednak była napędzana przez wyprzedaże, co będzie miało odbicie w rentowności sprzedaży.
- Indeks P/E 12M FWD dla spółek handlowych obniżył się w okolice -2 odchylenia standardowego od 3-letniej średniej wartości wskaźnika** od czasu wydania naszej ostatniej publikacji (spadek kursu Hugo Boss, Footlocker, Under Armour).
- NAJCIEKAWSZE PROPOZYCJE – PRZEWAŻENIE:** LPP, VRG

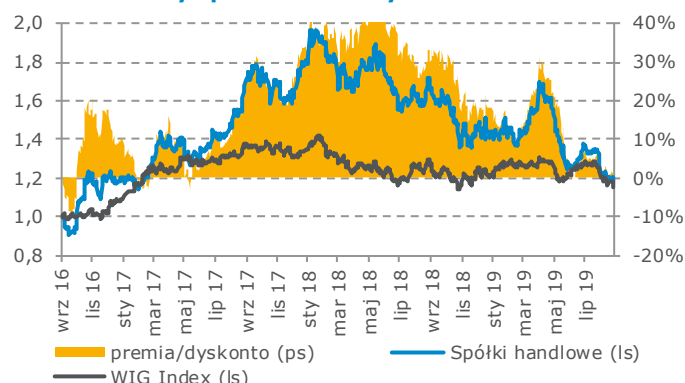
Zmiana kursu M/M* i YTD

Polska	M/M	YTD
VRG	+0,5%	+5%
Gino Rossi	+0,0%	+5%
Monnari	-1,3%	+12%
Wojas	-7,7%	+26%
LPP	-8,5%	-8%
Redan	-15,6%	-49%
CCC	-21,5%	-36%
WIG Odzież	-11,6%	-16%
WIG	-9,8%	-5%
Zagranica	M/M	YTD
KappAhl	+43,2%	+14%
H&M	+12,0%	+49%
Caleres	+4,3%	-30%
Next	+3,2%	+50%
Zalando	+2,9%	+94%
Boohoo.com	+2,6%	+44%
ABC Mart	+1,7%	+15%
Inditex	+0,2%	+23%
Asos	-2,1%	+2%
Crocs	-3,2%	-12%
Nike	-3,7%	+13%
Lululemon	-4,9%	+50%
Assoc BF	-5,6%	+11%
Adidas	-6,0%	+48%
Geox	-6,1%	+8%
Marks & Spen	-10,8%	-18%
Hugo Boss	-12,8%	-2%
FootLocker	-17,2%	-32%
Under Armour	-33,4%	+3%
Europa**	-6,3%	+26%
Świat**	-7,4%	+19%
Indeksy	M/M	YTD
EMEA Text.	-8,4%	-6%
WORLD Text.	-6,1%	+2%
MSCI EM	-8,5%	-0%
EU Akcje	-5,5%	+7%

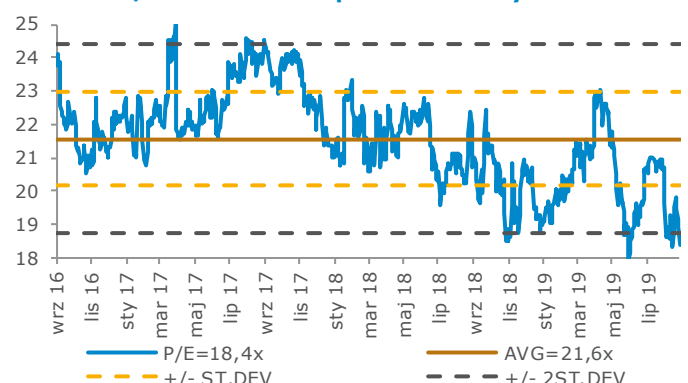
*zmiana w okresie 24.07-28.08

**indeksy MSCI Textiles EU oraz World

Indeks cenowy spółek handlowych vs. WIG



Mediana P/E 12M fwd dla spółek handlowych



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)
EBIT – zysk operacyjny
EBITDA – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją
BOOK VALUE – wartość księgowa
WNDB – wynik na działalności bankowej
MC/S – wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży
EBIT/EV – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej
P/E – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję
P/CE – cena do zysku wraz z amortyzacją
ROE – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) – roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych
P/BV – (Cena/Wartość księgowa) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję
Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent
Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży

PRZEWAŻENIE (OW, overweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku
RÓWNOWAŻENIE (N, neutral) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku
NIEDOWAŻENIE (UW, underweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:

Rekomendacja jest ważna w okresie 9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPIJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%
AKUMULUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%
TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%
REDUKUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%
SPRZEDAJ – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego posługującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), której przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzenie materiałów mBank S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane w ramach współpracy dostępne są pod adresem: https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analiza_i_rynek/analiza_i_rekomendacje/program_wsparcia_pokrycia_analitycznego_gpw

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Dom Maklerski mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Do opracowania wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem opracowania.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. Niniejszy dokument nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a mBank nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w materiałach. Niniejsze opracowanie, ani żadna z jego kopii nie może być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji materiałów stworzonych w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na stronach internetowych spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

mBank S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczył, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Niniejsze opracowanie zawiera wyciąg z pełnej rekomendacji wydanej przez Dom Maklerski mBanku.

Powielanie, publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy klienci Domu Maklerskiego mBanku.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie: http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analiza_i_rynek/analiza_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Domu Maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Niniejsza publikacja stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których interesy handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Domu Maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branżowych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

Zdyskontowanych dywidend (DDM) – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.

Zysków ekonomicznych – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

Zdyskontowanych aktywów netto (NAV) – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.



Rekomendacje dotyczące poszczególnych spółek wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

CCC

rekomendacja	trzymaj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2019-06-06	2019-04-02	2019-02-04	2018-12-05	2018-11-05
cena docelowa (PLN)	161,00	275,00	291,00	288,00	272,00
kurs z dnia rekomendacji	153,80	217,00	178,80	204,60	173,60

LPP

rekomendacja	akumuluj	akumuluj	trzymaj	kupuj	akumuluj	kupuj	kupuj
data wydania	2019-07-03	2019-06-03	2019-04-02	2019-03-05	2019-02-04	2018-12-05	2018-10-01
cena docelowa (PLN)	8500,00	8300,00	8400,00	9300,00	9300,00	9300,00	10200,00
kurs z dnia rekomendacji	7 745,00	7 335,00	8 405,00	7 990,00	8 370,00	7 730,00	8 625,00

Monnari

rekomendacja	równoważ	niedoważaj
data wydania	2019-07-17	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	4,66	4,75

TXM

rekomendacja	zawieszona
data wydania	2018-10-16
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	0,59

VRG

rekomendacja	kupuj	przeważaj	przeważaj	przeważaj	przeważaj
data wydania	2019-07-26	2019-05-29	2019-03-28	2018-12-05	2018-11-08
cena docelowa (PLN)	5,20	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	4,20	3,90	4,29	3,83	4,06

Dom Maklerski mBanku

Senatorska 18
00-082 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kluszcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

Michał Marczak
+48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia

Michał Konarski
+48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

Paweł Szpigiel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Bogusz
+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel, gaming

Aleksandra Szklarczyk
+48 22 438 24 04
aleksandra.szklarczyk@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Poniatowski
+48 22 438 24 09
piotr.poniatowski@mbank.pl
przemysł

Mikołaj Lemańczyk
+48 22 438 24 07
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
banki, finanse

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej**Maklerzy**

Piotr Gawron
dyrektor
+48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Krzysztof Bodek
+48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mbank.pl

Tomasz Jakubiec
+48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mbank.pl

Jędrzej Łukomski
+48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Adam Prokop
+48 22 697 47 90
adam.prokop@mbank.pl

Bartosz Orzechowski
+48 22 697 48 47
bartosz.orzechowski@mbank.pl

Tomasz Galanciak
+48 22 697 49 68
tomasz.galanciak@mbank.pl

Magdalena Bernacik
+48 22 697 47 35
magdalena.bernacik@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Joanna Łukasik
+48 22 697 48 82
joanna.lukasik@mbank.pl

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański
dyrektor
+48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
+48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl